

联合光电 (300691)

证券研究报告

2018 年 04 月 18 日

FY2017 承前启后，积极布局抢占未来赛道

事件：公司发布 2017 年度报告，报告期内实现营业收入 9.34 亿元，按年增 27.4%，实现归母净利润 8199 万，按年增 9.16%；同时公司公布 2018 一季度报告，实现营业收入 1.99 亿元，按年增 34.89%，实现归母净利润 701 万，按年增 32.74%。

FY2017 承前启后，视觉领域赛道清晰

2017 年公司业绩驱动主要来自行业持续增长、海外业务拓展、新技术转化和新兴应用领域业务拓展等四大维度。公司 2017 年来自于安防应用的营收占比达 85.27%，核心下游应用仍然集中于安防，安防作为人工智能最先落地的场景应用，镜头尤其是高端镜头已经成为前端数据采集的核心设备。同时，公司凭借自身丰富的技术积累和行业领先优势，保证了在高端光学镜头产品的竞争优势；随着人工智能、深度学习、AI 增强现实、生物识别、物联网等新兴技术的不断升级，作为视讯视频图像的“入海口”，光学影像产品功能不断创新、迭代更加快速。公司光学镜头被广泛应用于国家“平安城市”、“雪亮工程”、“智慧交通”等重大项目建设中，大行业本身快速增长叠加高端镜头渗透率提升共振将加速公司后续成长。

FY2018Q1 业绩重回升轨，业绩增长符合预期

2018 年第一季度公司净利润增加，主要原因是一方面公司总体销售收入规模保持持续增长，拉动了营业利润的增加；另一方面，公司加强成本费用管控，经营效率提升，因此报告期内归属于上市公司股东的净利润较上年同期相比有所增长。公司在去年四季度因为年底计提相关费用导致表面增速放缓的情况下，今年一季度业绩增速重回升轨，净利润按年增 32.74%符合我们的预期。从业绩角度判断，我们认为公司经营基本面正常，营收/利润增速健康。

研发型企业领先产品积极布局，抢占未来赛道

公司重视研发，2017 年研发占收入比重 7.54%，延续公司研发基因。公司继续扩大安防产品镜头的业务规模，巩固公司在大倍率光学变焦、高清等高端镜头产品方面的市场主导地位，保持积极稳健增长；同时也将积极布局消费电子类镜头、投影视讯、无人机、虚拟现实、智能家居等新的应用领域，整合产业资源，形成新的竞争优势，培养公司新的利润增长点。我们看到公司在光学变焦、自动对焦、光学防抖、非球面镜片、黑光全彩、超短焦光学镜头上深度布局，全面抢占未来赛道。

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 1.55, 2.53, 3.8, 继续维持“买入”评级。

风险提示：安防行业发展不达预期；公司募投项目进展不达预期

投资评级

| | |
|--------|----------|
| 行业 | 电子/光学光电子 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 64.70 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 87.54 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 21.40 |
| A 股总市值(百万元) | 5,664.06 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 1,384.58 |
| 每股净资产(元) | 9.96 |
| 资产负债率(%) | 27.15 |
| 一年内最高/最低(元) | 113.21/19.15 |

作者

陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《联合光电-公司点评:2018Q1 业绩重回升轨，光学赛道下的优质标的》 2018-04-09
- 2 《联合光电-季报点评:三季报符合预期，崛起中的高端镜头龙头》 2017-10-26
- 3 《联合光电-首次覆盖报告:冉冉升起的高端光学镜头龙头》 2017-09-03

| 财务数据和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 733.39 | 934.30 | 1,242.62 | 1,652.68 | 2,247.65 |
| 增长率(%) | 20.18 | 27.40 | 33.00 | 33.00 | 36.00 |
| EBITDA(百万元) | 90.46 | 86.95 | 136.23 | 239.23 | 352.75 |
| 净利润(百万元) | 75.10 | 81.99 | 136.07 | 221.29 | 332.34 |
| 增长率(%) | 68.70 | 9.16 | 65.97 | 62.63 | 50.18 |
| EPS(元/股) | 0.86 | 0.94 | 1.55 | 2.53 | 3.80 |
| 市盈率(P/E) | 75.42 | 69.09 | 41.63 | 25.59 | 17.04 |
| 市净率(P/B) | 14.57 | 7.34 | 6.95 | 6.43 | 5.78 |
| 市销率(P/S) | 7.72 | 6.06 | 4.56 | 3.43 | 2.52 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 80.82 | 40.09 | 23.69 | 16.24 |

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 83.33 | 123.05 | 188.43 | 132.21 | 179.81 |
| 应收账款 | 231.00 | 265.86 | 423.12 | 504.21 | 730.02 |
| 预付账款 | 3.92 | 2.65 | 3.93 | 5.98 | 6.93 |
| 存货 | 159.73 | 178.13 | 266.85 | 295.14 | 452.88 |
| 其他 | 51.79 | 378.14 | 184.61 | 274.88 | 347.47 |
| 流动资产合计 | 529.77 | 947.82 | 1,066.94 | 1,212.42 | 1,717.11 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 190.15 | 200.42 | 219.57 | 256.14 | 290.18 |
| 在建工程 | 2.26 | 15.40 | 45.24 | 75.14 | 75.09 |
| 无形资产 | 14.77 | 23.24 | 22.23 | 21.22 | 20.21 |
| 其他 | 21.52 | 15.84 | 14.12 | 17.16 | 15.71 |
| 非流动资产合计 | 228.70 | 254.90 | 301.16 | 369.66 | 401.18 |
| 资产总计 | 758.47 | 1,202.73 | 1,368.09 | 1,582.08 | 2,118.29 |
| 短期借款 | 60.00 | 80.00 | 0.00 | 150.73 | 260.52 |
| 应付账款 | 194.61 | 200.04 | 448.26 | 327.46 | 672.48 |
| 其他 | 102.94 | 139.93 | 93.73 | 209.65 | 193.82 |
| 流动负债合计 | 357.55 | 419.97 | 541.98 | 687.84 | 1,126.83 |
| 长期借款 | 0.00 | 1.22 | 0.00 | 2.18 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 12.11 | 9.90 | 11.67 | 11.23 | 10.94 |
| 非流动负债合计 | 12.11 | 11.13 | 11.67 | 13.41 | 10.94 |
| 负债合计 | 369.66 | 431.10 | 553.66 | 701.26 | 1,137.76 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股本 | 64.15 | 85.55 | 87.54 | 87.54 | 87.54 |
| 资本公积 | 193.52 | 472.92 | 472.92 | 472.92 | 472.92 |
| 留存收益 | 324.68 | 686.08 | 726.90 | 793.28 | 892.99 |
| 其他 | (193.54) | (472.92) | (472.92) | (472.92) | (472.92) |
| 股东权益合计 | 388.81 | 771.63 | 814.44 | 880.82 | 980.53 |
| 负债和股东权益总 | 758.47 | 1,202.73 | 1,368.09 | 1,582.08 | 2,118.29 |

| 现金流量表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 75.10 | 81.99 | 136.07 | 221.29 | 332.34 |
| 折旧摊销 | 24.81 | 26.19 | 12.03 | 14.53 | 17.03 |
| 财务费用 | 1.27 | 4.78 | (8.18) | (12.88) | (29.59) |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (89.84) | (393.20) | 151.87 | (210.07) | (126.77) |
| 其它 | 27.66 | 295.12 | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 经营活动现金流 | 39.01 | 14.88 | 291.79 | 12.87 | 193.01 |
| 资本支出 | 15.98 | 60.27 | 58.23 | 80.44 | 50.29 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (49.36) | (392.24) | (118.23) | (160.44) | (100.29) |
| 投资活动现金流 | (33.38) | (331.97) | (60.00) | (80.00) | (50.00) |
| 债权融资 | 60.00 | 81.38 | 0.05 | 152.98 | 260.61 |
| 股权融资 | 0.30 | 308.79 | 10.16 | 12.88 | 29.59 |
| 其他 | (53.69) | (75.51) | (176.62) | (154.96) | (385.62) |
| 筹资活动现金流 | 6.61 | 314.66 | (166.41) | 10.91 | (95.42) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 12.24 | (2.43) | 65.38 | (56.22) | 47.60 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 733.39 | 934.30 | 1,242.62 | 1,652.68 | 2,247.65 |
| 营业成本 | 561.99 | 732.19 | 932.46 | 1,191.87 | 1,591.34 |
| 营业税金及附加 | 3.53 | 5.40 | 6.26 | 8.62 | 12.02 |
| 营业费用 | 9.57 | 10.15 | 16.15 | 21.65 | 28.99 |
| 管理费用 | 86.93 | 109.75 | 157.53 | 199.85 | 273.59 |
| 财务费用 | (0.33) | (7.96) | (8.18) | (12.88) | (29.59) |
| 资产减值损失 | 5.72 | 16.05 | 6.00 | 6.00 | 6.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.00 | (22.27) | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 营业利润 | 65.97 | 90.99 | 132.38 | 237.59 | 365.31 |
| 营业外收入 | 18.51 | 1.18 | 22.34 | 14.01 | 12.51 |
| 营业外支出 | 0.03 | 0.25 | 0.10 | 0.13 | 0.16 |
| 利润总额 | 84.45 | 91.92 | 154.62 | 251.47 | 377.66 |
| 所得税 | 9.35 | 9.94 | 18.55 | 30.18 | 45.32 |
| 净利润 | 75.10 | 81.99 | 136.07 | 221.29 | 332.34 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司净利润 | 75.10 | 81.99 | 136.07 | 221.29 | 332.34 |
| 每股收益（元） | 0.86 | 0.94 | 1.55 | 2.53 | 3.80 |

| 主要财务比率 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 20.18% | 27.40% | 33.00% | 33.00% | 36.00% |
| 营业利润 | 53.31% | 37.93% | 45.48% | 79.47% | 53.76% |
| 归属于母公司净利润 | 68.70% | 9.16% | 65.97% | 62.63% | 50.18% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 23.37% | 21.63% | 24.96% | 27.88% | 29.20% |
| 净利率 | 10.24% | 8.78% | 10.95% | 13.39% | 14.79% |
| ROE | 19.32% | 10.63% | 16.71% | 25.12% | 33.89% |
| ROIC | 18.83% | 21.53% | 15.31% | 32.31% | 33.40% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 48.74% | 35.84% | 40.47% | 44.33% | 53.71% |
| 净负债率 | 57.10% | 29.33% | 27.83% | 41.46% | 42.43% |
| 流动比率 | 1.48 | 2.26 | 1.97 | 1.76 | 1.52 |
| 速动比率 | 1.03 | 1.83 | 1.48 | 1.33 | 1.12 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.35 | 3.76 | 3.61 | 3.56 | 3.64 |
| 存货周转率 | 5.48 | 5.53 | 5.59 | 5.88 | 6.01 |
| 总资产周转率 | 1.05 | 0.95 | 0.97 | 1.12 | 1.21 |
| 每股指标（元） | | | | | |
| 每股收益 | 0.86 | 0.94 | 1.55 | 2.53 | 3.80 |
| 每股经营现金流 | 0.45 | 0.17 | 3.33 | 0.15 | 2.20 |
| 每股净资产 | 4.44 | 8.81 | 9.30 | 10.06 | 11.20 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 75.42 | 69.09 | 41.63 | 25.59 | 17.04 |
| 市净率 | 14.57 | 7.34 | 6.95 | 6.43 | 5.78 |
| EV/EBITDA | 0.00 | 80.82 | 40.09 | 23.69 | 16.24 |
| EV/EBIT | 0.00 | 115.65 | 43.97 | 25.22 | 17.06 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |